TS. TRẦN THỊ HẢI LÝ &
HOÀNG THỊ PHƯƠNG THẢO
Đại học Kinh tế TP. HCM

Ảnh hưởng yếu tố tâm lý lên mục tiêu của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Nghiên cứu này xem xét bốn yếu tố tâm lý của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán VN: quá tự tin, quá lạc quan, thái độ đối với rủi ro và tâm lý bầy đàn. Các yếu tố trên được xem xét thông qua kết quả khảo sát 251 nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán. Chúng tôi tìm thấy chứng cứ ủng hộ cho việc tồn tại các yếu tố tâm lý này ở nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán VN và ba trong bốn yếu tố này (quá lạc quan, thái độ đối với rủi ro và tâm lý bầy đàn) tác động có ý nghĩa thống kê lên mục tiêu của nhà đầu tư.

Từ khoá: Yếu tố tâm lý, nhà đầu tư, mục tiêu, thị trường chứng khoán VN, tâm lý bầy đàn .

1. Giới thiệu

Các lý thuyết tài chính truyền thống, đặc biệt là giả thuyết thị trường hiệu quả giả định rằng nhà đầu tư là những người lý trí, luôn tối ưu hóa hữu dụng kỳ vọng. Hành vi của họ thuần túy không bao hàm yếu tố tâm lý hay cảm xúc. Tài chính hành vi nhìn nhận con người dưới góc độ thực tế. Những cá nhân tham gia thị trường là những con người bình thường, và do đó chịu sự chi phối một phần hoặc hoàn toàn bởi tình cảm và cảm xúc.

Có rất nhiều yếu tố tâm lý được phát hiện qua các nghiên cứu cho thấy chúng có tác động đáng kể đến hành vi nhà đầu tư. Trong số đó bốn yếu tố tâm lý phổ biến tồn tại ở hầu hết mỗi con người đó là quá tự tin, quá lạc quan, thái độ đối với rủi ro và tâm lý bầy đàn.

Tâm lý quá tự tin (Overconfidence)

Một khía cạnh nổi bật của sự tự tin quá mức là hiệu ứng tốt hơn mức trung bình, theo đó con người nghĩ rằng kỹ năng của mình tốt hơn mức trung bình hay có những quan điểm không thực tế về bản thân họ (Taylor và Brown, 1988). James Montier (2006) tìm thấy 74% trong 300 nhà quản lý quỹ được khảo sát tin rằng họ đã làm việc với hiệu suất công việc trên mức trung bình. Đáng ngạc nhiên hơn, gần như 100% các nhóm được khảo sát tin rằng hiệu suất công việc của họ là trung bình hoặc tốt hơn. Tuy nhiên, chúng ta biết rằng chỉ có 50% số mẫu có thể ở trên mức trung bình. Điều này đã cho thấy các nhà quản lý quỹ đã quá tự tin. Odean (1998) thấy rằng nhà đầu tư quá tự tin có xu hướng tin rằng họ giỏi hơn so với những người khác về khả năng chọn cổ phiếu tốt nhất cũng như thời gian gia nhập hay thoát ra khỏi thị trường. Không may, ông cũng tìm thấy rằng trung bình những nhà đầu tư đó thường nhận được tỷ suất sinh lợi thấp hơn so với thị trường.

Một vài nghiên cứu phân tích tác động của giới tính lên mức độ tự tin quá và thấy rằng cả nam và nữ đều thể hiện sự tự tin quá mức nhưng mức độ ở nam cao hơn (Shih-Wei, Johnnie và Ming-Chien, 2008; Barber và Odean, 2001), nhưng phụ nữ tạo ra thành quả đầu tư các cổ phiếu riêng lẻ tốt hơn nam giới. Quá tự tin dẫn đến giao dịch nhiều hơn nhưng lại làm tổn hại thành quả đầu tư.

Sự lạc quan quá mức (Excessive Optimism)

Sự quá tự tin liên quan đến việc định một tỷ trọng quá cao đối với các thông tin riêng và tin tưởng quá mức vào kỹ năng cá nhân. Sự lạc quan quá mức xuất phát từ sự quá tự tin và liên quan đến niềm tin rằng các sự kiện sẽ xảy ra trong tương lai thì tốt đẹp, tích cực hơn thực tế diễn ra. Một nghiên cứu lý thuyết điển hình được thực hiện bởi Gervais, Heaton, và Odean (2002) thấy rằng sự lạc quan quá mức thường gây ra tác động tích cực bởi vì nó khuyến khích các nhà quản trị tiến hành đầu tư. Tác động này là tích cực bởi vì tâm lý e ngại rủi ro thường gây tác động tiêu cực đến giá trị công ty. Tuy nhiên, lạc quan quá mức lại gây ra tác động tiêu cực bởi vì nó có thể dẫn các công ty hay nhà đầu tư đến việc chấp nhận đầu tư vào các cơ hội có NPV âm hay các tài sản có rủi ro quá cao.

Hành vi bầy đàn (Herd Behavior)

Nếu chỉ một nhà đầu tư đơn lẻ có hành vi không hợp lý, thì giao dịch của nhà đầu tư này ảnh hưởng không đáng kể lên giá cổ phiếu trên thị trường. Cho dù đó là một tổ chức đầu tư lớn thì ảnh hưởng cũng rất hạn chế nếu chỉ hành động đơn độc một mình. Nhưng khi hành vi không hợp lý mang tính hệ thống, nghĩa là một nhóm nhiều nhà đầu tư cùng có một hành vi không hợp lý như nhau, khi đó việc định giá sai sẽ xuất hiện và có thể kéo dài. Barber, Odean và Zhu (2009) tìm thấy nhà đầu tư cá nhân có xu hướng mắc phải những dạng lệch lạc hành vi như nhau tại hoặc xoay quanh một thời điểm. Những nhà đầu tư như thế không nhất thiết loại bỏ được hành động của nhau, thay vào đó, hành động của họ có tiềm năng tổng thể. Trong trường hợp đó, nhà đầu tư cá nhân không thể được xem như là những người giao dịch nhiễu, mà tất cả họ giống như một tổ chức khổng lồ và tác động mạnh đối với thị trường, khiến cho giá cổ phiếu không phản ánh giá trị thực hay hợp lý của chúng. Tâm lý bầy đàn không chỉ thể hiện ở khía cạnh hành động giống với đám đông mà còn ở khía cạnh không hành động ngược lại đám đông bất chấp thông tin mà mình có.

Thái độ đối với rủi ro (Psychology of Risk)

Trong lĩnh vực tài chính, rủi ro là một khái niệm gây nhiều tranh cãi. Có rất nhiều định nghĩa về rủi ro, dẫn đến nhiều phương pháp đo lường rủi ro khác nhau. Tuy nhiên, hầu hết các lập luận đều cho rằng rủi ro là kết quả không mong đợi, rủi ro gắn liền với sự không chắc chắn. Trong khi quan điểm tài chính chuẩn tắc gắn liền với việc định lượng khách quan rủi ro bằng các thước đo như phương sai, độ lệch chuẩn, beta) và mỗi con người có một thái độ rủi ro không đổi, thì quan điểm tài chính hành vi xem xét thêm các nhân tố chủ quan (định tính), theo đó rủi ro quan sát được có cả hai phương diện cảm xúc và nhận thức (Olsen, 2007), (Olsen, 2008), và hai trạng thái tâm lý chính là e ngại rủi ro và tìm kiếm rủi ro có thể tồn tại ở cùng một cá nhân trong những điều kiện, hoàn cảnh khác nhau.

Trên thế giới, cho đến nay đã có một số lượng nghiên cứu đồ sộ về các dạng tâm lý trên đây của nhà đầu tư cá nhân. Ở VN, trong vài năm trở lại đây, một số tác giả cũng đã bắt đầu dành mối quan tâm đối với tài chính hành vi (Trần Ngọc Thơ và Hồ Quốc Tuấn (2007), Lê Đạt Chí (2007), Trần Thị Hải Lý (2010), song các nghiên cứu này tập trung vào lý giải hành vi thị trường, bỏ ngõ hai vấn đề: (1) Tồn tại các yếu tố tâm lý ở nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán VN như các phát hiện trên thế giới hay không; và (2) Các yếu tố tâm lý này tác động đến mục tiêu của nhà đầu tư như thế nào. Nghiên cứu này sẽ giải quyết hai vấn đề còn bỏ ngỏ này.

2. Phương pháp và dữ liệu

2.1. Phương pháp

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp khảo sát ngẫu nhiên nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán VN, xoay quanh các câu hỏi (còn gọi là các biến quan sát) theo từng nhóm yếu tố tâm lý. Các câu hỏi được thiết kế theo thang đo Likert 5 điểm (1: Hoàn toàn không đồng ý, … 5: Hoàn toàn đồng ý). Các câu hỏi cụ thể như sau:

Các câu hỏi giúp đánh giá mức độ tự tin của nhà đầu tư:

- ✓ Nhà đầu tư tự tin rằng họ có khả năng lựa chọn chứng khoán tốt hơn những người khác (o1)
- ✓ Nhà đầu tư hoàn toàn kiểm soát được hoạt động đầu tư của mình (o2)
- ✓ Mọi thành công trong quá trình đầu tư đều là do kỹ năng riêng của họ (o3)
- ✓ Nhà đầu tư hoàn toàn hiểu biết về thị trường (o4)

Tâm lý lạc quan được thể hiện ở kết quả trả lời các mục hỏi:

- ✓ Nhà đầu tư vẫn tiếp tục đầu tư vào thị trường (trong điều kiện thị trường đang đi xuống khi cuộc khảo sát được tiến hành) (eo1)
- ✓ Nhà đầu tư tiếp tục gia tăng thêm vốn vào thị trường trong vòng một năm tới (eo2)
- ✓ Trong vòng một năm tới, nhà đầu tư tin rằng thị trường chứng khoán sẽ tăng điểm (eo3)

✓ Nếu VN-Index giảm 4% thì nhà đầu tư tin rằng chỉ số này sẽ nhanh chóng phục hồi (eo4)

Thái độ đối với rủi ro được thể hiện ở kết quả trả lời các mục hỏi:

✓ Nhà đầu tư thích những cơ hội có biến động giá mạnh để nhận lợi nhuận cao hơn (r1)

✓ Nhà đầu tư thích đầu tư vào những công ty quen thuộc hay biết nhiều về nó (r2)

✓ Khi giá giảm, nhà đầu tư thường nắm giữ cổ phiếu lâu hơn để chờ tăng giá trở lại (r3)

✓ Nhà đầu tư thích đầu tư vào những công ty có chi trả cổ tức ổn định (r4)

Tâm lý bầy đàn thể hiện qua kết quả trả lời các mục hỏi:

✓ Nhà đầu tư có tham khảo quyết định của người khác khi tiến hành đầu tư hay không (h1)

✓ Nếu nhà đầu tư có thông tin riêng đi ngược lại với những giao dịch của số đông nhà đầu tư khác trên thị trường thì họ có giữ nguyên quyết định của mình hay không (h2)

✓ Nhà đầu tư có nhìn vào khối lượng giao dịch trên bảng điện để ra quyết định đầu tư hay không (h3)

✓ Nếu nhà đầu tư không có thông tin gì, trong khi nhà đầu tư khác liên tục mua/bán, họ có hành động theo người khác hay không (h4)

Biến mục tiêu đầu tư được đo lường bằng câu hỏi: Nhà đầu tư tìm kiếm chênh lệch giá trong ngắn hạn hay thu nhập cổ tức và lãi vốn trong dài hạn?

Từ tập hợp các biến quan sát trên, chúng tôi sử dụng phân tích nhân tố khám phá (EFA) để nhóm những biến quan sát phụ thuộc lẫn nhau thành một tập biến (gọi là các nhân tố) ít hơn để chúng có ý nghĩa hơn nhưng vẫn chứa đựng nội dung thông tin của tập hợp biến ban đầu. Tiếp theo, chúng tôi sử dụng phân tích nhân tố khẳng định (CFA) để đánh giá các biến quan sát đại diện cho các nhân tố tốt đến mức nào. Và phương pháp hồi quy logistic để đánh giá tác động của các biến tâm lý rút ra đến mục tiêu đầu tư.

2.2. Dữ liệu

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu sơ cấp, thu thập từ cuộc khảo sát nhà đầu tư cá nhân VN. Để hạn chế những sai lệch trong thiết kế khảo sát và việc hiểu nhầm các câu hỏi, trước khi tiến hành khảo sát trên quy mô lớn, chúng tôi đã làm một cuộc khảo sát thí điểm 30 người để điều chỉnh và thiết kế bản khảo sát theo hướng phù hợp nhất.

Cuộc khảo sát được tiến hành từ tháng 9/2011 đến tháng 11/2011. Các bảng khảo sát được phát trực tiếp cho nhà đầu tư hoặc gửi qua thư điện tử. Số bảng khảo sát được đưa ra là 400 bảng, số bảng khảo sát thu về là 350 bảng. Sau quá trình sàng lọc dữ liệu, số bảng câu hỏi còn lại là 251. Những phân tích của chúng tôi được tiến hành trên mẫu 251 nhà đầu tư này.

3. Bằng chứng về sự tồn tại các yếu tố tâm lý và tác động của chúng lên mục tiêu của nhà đầu tư

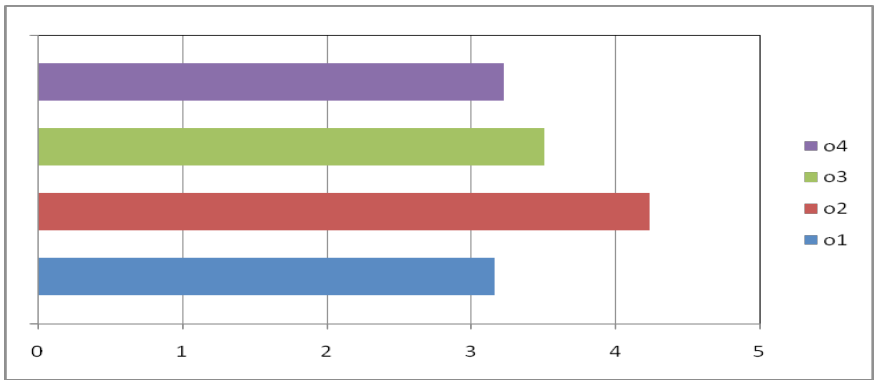
3.1 Tần số và điểm số trung bình các câu trả lời nhận diện tâm lý

** Tâm lý quá tự tin*

Chúng tôi nhận thấy tâm lý quá tự tin thể hiện rất rõ nét trong nhận định của nhà đầu tư về chính bản thân mình, có tới 211 trong số 251 người, tương ứng với 74% nhà đầu tư, cho rằng khả năng lựa chọn chứng khoán của mình ở từ mức trung bình trở lên, trong đó có tới 38% số người cho rằng mình có khả năng lựa chọn chứng khoán tốt hơn so với người khác (o1). Ở nhận định về khả năng kiểm soát được hoạt động đầu tư của mình, có tới 241 người, tức 96% nhà đầu tư, tin rằng họ có khả năng kiểm soát hoàn toàn việc đầu tư của mình so với mức trung bình (o2). Có 222 người, tương ứng với 87% nhà đầu tư, khẳng định việc đầu tư thành công là do kỹ năng của chính họ (o3), và 202 trong số 251

Bảng 1. Thống kê giá trị trung bình các biến tâm lý quá tự tin (o1 o2 o3 o4)

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.
o1	251	3.167331	.7873299
o2	251	4.239044	.7788642
o3	251	3.50996	.9005001
o4	251	3.231076	.8912858



Hình 1. Giá trị trung bình các biến o1 o2 o3 o4

người, tức 81% nhà đầu tư, khẳng định mức độ hiểu biết về thị trường chứng khoán của họ ở mức trung bình trở lên (o4).

Bảng 1 và Hình 1 cho thấy điểm số trung bình của các biến o1, o2, o3 và o4. Tất cả các biến đều có điểm số trên mức trung bình. Điều này thể hiện tâm lý quá tự tin tồn tại ở nhà đầu tư trong mẫu. Đặc biệt biến o2 (nhà đầu tư hoàn toàn kiểm soát được hoạt động đầu tư) có điểm số trung bình cao vượt bậc, với 4,24 điểm.

** Tâm lý quá lạc quan*

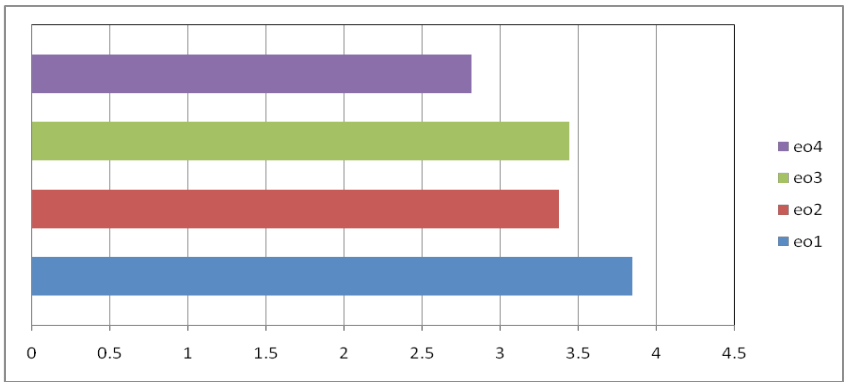
Thời điểm chúng tôi tiến hành khảo sát là vào tháng 10 và tháng 11 năm 2011. Giai đoạn này thị trường chứng khoán khá ảm đạm. VN-Index liên tục giảm, có thời điểm vào giữa tháng 11, VN-Index ở dưới mốc 380 điểm, lần đầu tiên từ tháng 5/2009. Tuy nhiên, kết quả từ cuộc khảo sát cho thấy nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán VN vẫn thể hiện khá rõ thái độ lạc quan.

Trong 215 người, tức 86% nhà đầu tư khẳng định họ vẫn sẽ tiếp tục đầu tư vào thị trường (eo1). Có 203 người, tương ứng với 81% nhà đầu tư khẳng định trong vòng một năm tới sẽ tiếp tục gia tăng vốn vào thị trường này (eo2); và 212 trong số 251 người, tức 85% nhà đầu tư tin rằng trong một năm tới, thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục tăng điểm (eo3); và 147 người, tức khoảng 60% nhà đầu tư, tin rằng chỉ số VN-Index sẽ nhanh chóng phục hồi sau một đợt giảm điểm mạnh khoảng 4% (eo4).

Bảng 2 thể hiện giá trị trung bình của các biến eo1, eo2, eo3 và eo4, cho thấy ngoại trừ biến eo4 đề cập đến khả năng phục hồi của chỉ số VN-Index sau một đợt giảm điểm mạnh, thì ở các biến quan sát còn lại đều thể hiện một giá trị trung bình lớn hơn 3. Một lần nữa thể hiện tâm lý quá lạc quan cũng được thể hiện rất rõ qua nhận định của nhà đầu tư về triển vọng thị trường.

Bảng 2. Giá trị trung bình các biến tâm lý quá lạc quan (eo1 eo2 eo3 eo4)

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.
eo1	251	3.848606	1.084891
eo2	251	3.38247	1.049348
eo3	251	3.446215	.9879755
eo4	251	2.820717	1.056281



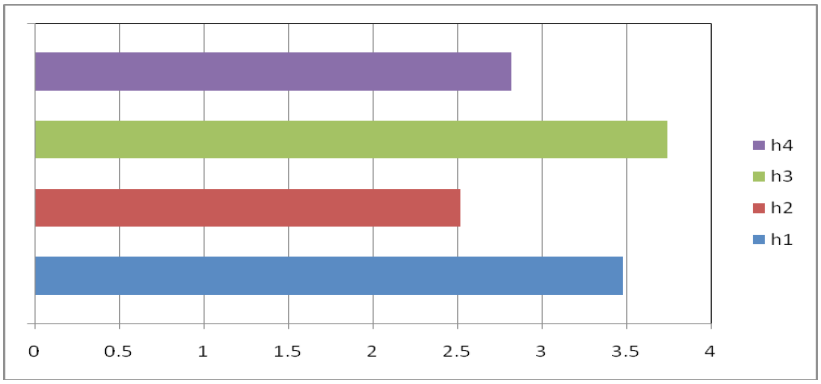
Hình 2. Giá trị trung bình các biến eo1 eo2 eo3 eo4

** Hành vi bầy đàn*

Có 209 người, tức 83% nhà đầu tư khẳng định họ thường tham khảo ý kiến của người khác khi ra quyết định đầu tư (h1). Tuy nhiên, khi được hỏi là với thông tin riêng mà họ có trong khi hầu như toàn thị trường đều giao dịch ngược lại thì có đến 150 nhà đầu tư, chiếm tỷ lệ 60%, khẳng định họ vẫn sẽ giữ nguyên quyết định của mình (h2). Một mặt điều này cho thấy nhà đầu tư không hoàn toàn chỉ nhìn theo động thái của thị trường để quyết

Bảng 3. Giá trị trung bình các biến tâm lý bầy đàn (h1 h2 h3 h4)

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.
h1	251	3.478088	.9479019
h2	251	2.521912	.9479019
h3	251	3.741036	.8903198
h4	251	2.820717	.9693962



Hình 3. Giá trị trung bình các biến h1 h2 h3 h4

định, tuy nhiên đây có thể là biểu hiện của tâm lý quá tự tin ở nhà đầu tư khi họ cho rằng thông tin mà họ là có giá trị (định tỷ trọng cao thông tin riêng của bản thân) đủ để họ đánh bại thị trường mà không cần tham khảo thêm quan điểm của những nhà đầu tư khác. Có tới 224 nhà đầu tư, chiếm tỷ lệ 89%, xem xét các đặt lệnh mua hoặc bán đáng chú ý, hoặc có khối lượng lớn được đưa vào thị trường để ra quyết định của mình (h3). Và 159 nhà đầu tư, tương ứng 63%, khẳng định sẽ hành động giống với đám đông mặc dù hiện tại họ không có thông tin gì (h4).

Bảng 3 thống kê giá trị trung bình cho thấy đối với hai biến quan sát h1 và h3, giá trị trung bình đều lớn hơn 3, thể hiện xu hướng quan sát hành vi người khác khi ra quyết định của nhà đầu tư. Tuy vậy hai biến còn lại, bao gồm h2 và h4 lại không cho thấy điều này một cách rõ rệt.

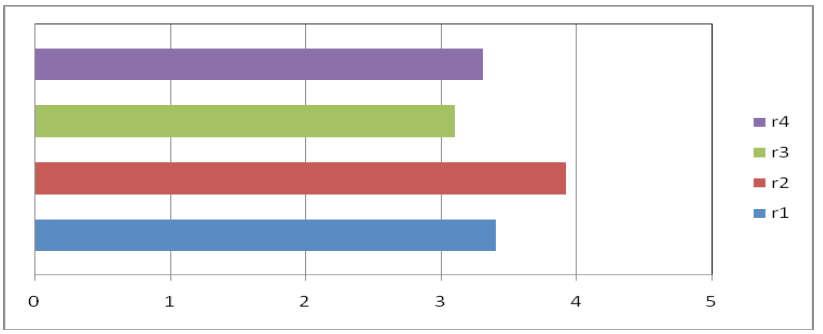
* Thái độ đối với rủi ro

Mặc dù 191 trong số 251 người, tức 76% nhà đầu tư, ưa thích những cơ hội biến động giá mạnh để kiếm lời, thể hiện thái độ tìm kiếm rủi ro (r1), cũng có tới 229 người hay 92% nhà đầu tư lựa chọn những công ty quen thuộc hoặc có hiểu biết nhiều về nó để đầu tư (r2), thể hiện một thái độ thận trọng và e ngại rủi ro hay thích sự quen thuộc. Có 164 người, tương ứng với 65% nhà đầu tư có xu hướng nắm giữ cổ phiếu thua lỗ lâu hơn để chờ giá tăng trở lại (r3), và 190 nhà đầu tư, chiếm tỷ lệ 76%, ưa thích những công ty có chi trả cổ tức ổn định (r4).

Bảng 4 thống kê giá trị trung bình cho thấy rõ có sự đan xen giữa hai trạng thái tâm lý đối với rủi ro ở nhà đầu tư khi tất cả các biến quan sát r1, r2, r3 và r4 đều cho giá trị trung bình lớn hơn 3. Hai biến quan sát r1 và r3 thể hiện thái độ tìm kiếm rủi ro và hai biến r2 và r4 lại thể hiện thái độ e ngại rủi ro.

Bảng 4. Giá trị trung bình các biến thái độ đối với rủi ro (r1 r2 r3 r4)

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.
r1	251	3.410359	1.005451
r2	251	3.928287	.8407358
r3	251	3.10757	1.066012
r4	251	3.310757	.9955118



Hình 4. Giá trị trung bình các biến r1 r2 r3 r4

3.2. Phân tích nhân tố đối với các yếu tố tâm lý của nhà đầu tư

** Phân tích nhân tố khám phá (EFA)*

Bảng 5 cho thấy 4 nhân tố được rút ra từ tập hợp các biến quan sát ban đầu. Nhân tố thứ nhất, bao gồm bốn biến quan sát eo1, eo2, eo3 và eo4, thể hiện thái độ lạc quan quá mức của nhà đầu tư. Nhân tố này được đặt tên là exop (quá lạc quan).

Nhân tố thứ hai bao gồm ba biến quan sát: o1, o3, o4. Biến o2 đã bị loại khỏi mô hình do không phù hợp trong việc đo lường so với 3 biến còn lại. Nhân tố này thể hiện

Bảng 5. Ma trận nhân tố xoay

Rotated Component Matrix[a]

	Component			
	1	2	3	4
eo2	.782			
eo4	.706			
eo3	.673			
eo1	.596			
o4		.771		
o1		.752		
o3		.671		
r3			.804	
r4			.766	
h4				.802
h1				.800

Extraction Method: Principal Component Analysis.
Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

a. Rotation converged in 5 iterations.

tâm lý quá lạc quan của nhà đầu tư và được đặt tên là overcon (quá tự tin).

Nhân tố thứ ba bao gồm hai biến quan sát r3 và r4, thể hiện thái độ của nhà đầu tư đối với rủi ro. Nhân tố này được đặt tên là risk (thái độ đối với rủi ro).

Nhân tố thứ tư bao gồm hai biến quan sát h1 và h4, thể hiện hành vi bầy đàn của nhà đầu tư. Nhân tố này được đặt tên là herd (tâm lý bầy đàn).

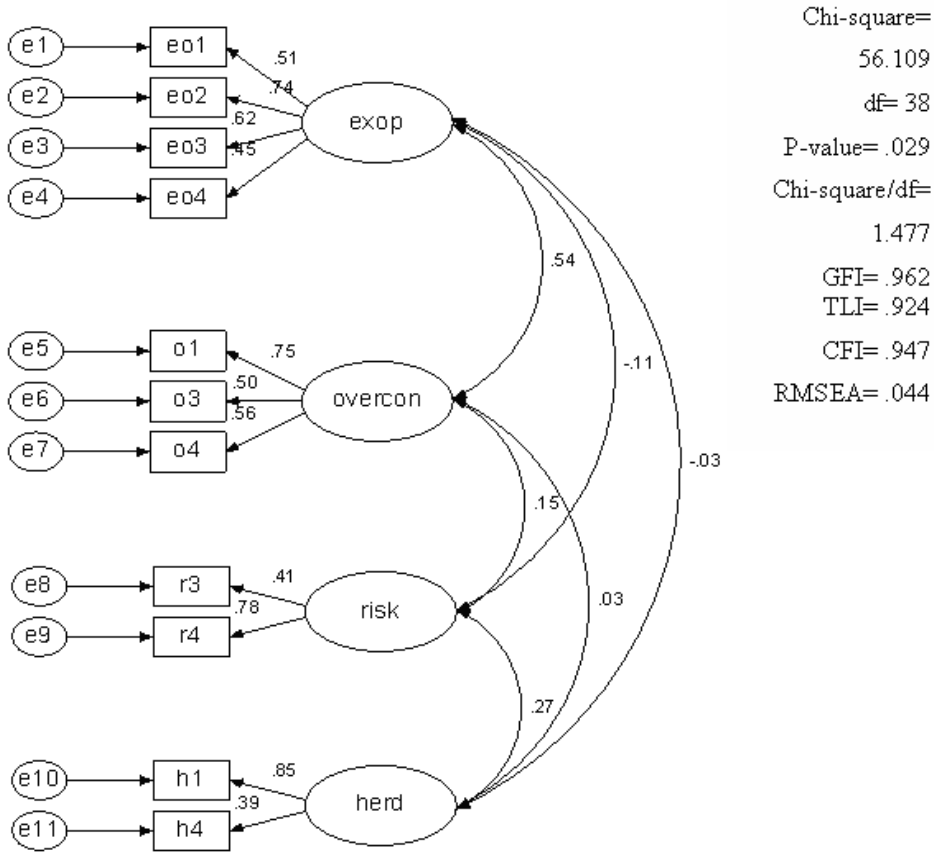
** Phân tích nhân tố khẳng định (CFA)*

Từ kết quả CFA cho thấy, các biến exop, overcon, risk và herd đều có sự phân biệt rõ ràng với các hệ số tương quan giữa các nhân tố đều nhỏ hơn 0.9. Hầu hết các biến quan sát đều có hệ số tải nhân tố lớn hơn 0.5 cho thấy các biến quan sát đều có tính hội tụ về các nhân tố. Các giá trị CMIN/df, p-value, GFI, CFI, TLI và RMSEA đều cho thấy đây là một mô hình đo lường tốt. Vì thế chúng tôi sử dụng các biến được rút ra từ mô hình này để đo lường các yếu tố tâm lý của nhà đầu tư và đánh giá tác động của chúng đến mục tiêu đầu tư.

3.3. Kiểm định sự tồn tại của các yếu tố tâm lý

** Quá tự tin*

Trước hết chúng tôi kiểm định mức độ quá tự tin trên tổng thể và sự khác biệt trong mức độ quá tự tin ở hai giới. Kết quả kiểm định cho thấy về tổng thể mức độ quá



Hình 5. Mô hình các yếu tố tâm lý của nhà đầu tư

Bảng 6. Mức độ quá tự tin trên tổng thể

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf.	Interval]
overco~e	251	3.302789	.0411196	.6514573	3.221804	3.383774

mean = mean(overconfidence) t = 7.3636
Ho: mean = 3 degrees of freedom = 250

Ha: mean < 3 Ha: mean != 3 Ha: mean > 3
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

tự tin của nhà đầu tư là trên mức trung bình và nam giới thường có xu hướng quá tự tin nhiều hơn so với nữ giới, thể hiện ở mức điểm số trung bình ở nhân tố này đối với tổng thể là 3.3, trong đó đối với nam giới là 3.36 và đối với nữ giới là 3.2.

Với giả thuyết H_1: mean > 3, p-value = 0.000 < α = 0.05 => ở mức ý nghĩa 5%, chúng ta bác bỏ giả thuyết H_0, chấp nhận giả thuyết H_1, tức mức độ tự tin của tổng thể là trên mức trung bình.

Chúng tôi không tìm được bằng chứng cho thấy mối quan hệ giữa mức độ quá tự tin và tuổi tác của nhà đầu tư.

Bảng 7 cho thấy, với giả thuyết H_1: mean(0) – mean(1) < 0, p-value = 0.0233 < α = 0.05 => ở mức ý nghĩa 5%, chúng ta bác bỏ giả thiết H_0, chấp nhận giả thiết H_1, tức mức độ tự tin ở nam giới trung bình cao hơn so với nữ giới.

* *Quá lạc quan*

Với giả thiết H_1: mean > 3, p-value = 0.000 < α = 0.05 => ở mức ý nghĩa 5%, chúng ta bác bỏ giả thuyết H_0, chấp nhận giả thiết H_1, tức kết quả kiểm định cho thấy mức độ lạc quan của nhà đầu tư là trên mức trung bình.

* *Tâm lý bầy đàn*

Tương tự khi kiểm định với tâm lý bầy đàn, kết quả trong Bảng 9 cho thấy hành vi bầy đàn của nhà đầu tư cũng ở trên mức trung bình với p-value của giả thiết H_1: mean

Bảng 7. Sự khác biệt trong mức độ quá tự tin ở hai giới

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf.	Interval]
0	98	3.20068	.0667752	.6610412	3.06815	3.333211
1	153	3.368192	.0516482	.6388534	3.266151	3.470233
combined	251	3.302789	.0411196	.6514573	3.221804	3.383774
diff		-.1675115	.083787		-.3325329	-.00249

diff = mean(0) - mean(1) t = -1.9993
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 249

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0233 Pr(|T| > |t|) = 0.0467 Pr(T > t) = 0.9767

Bảng 8. Mức độ quá lạc quan trên tổng thể

One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf.	Interval]
exopti~m	251	3.54741	.0413528	.6551513	3.465966	3.628855

mean = mean(exoptimism) t = 13.2376
Ho: mean = 3 degrees of freedom = 250

Ha: mean < 3 Ha: mean != 3 Ha: mean > 3
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

Bảng 9. Tâm lý bầy đàn trên tổng thể

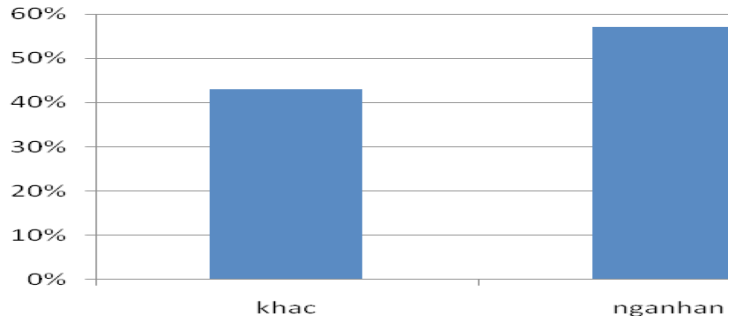
One-sample t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf.	Interval]
herdbe~r	251	3.149402	.0493217	.7814024	3.052263	3.246541

mean = mean(herdbehevior) t = 3.0291
Ho: mean = 3 degrees of freedom = 250

Ha: mean < 3 Ha: mean != 3 Ha: mean > 3
Pr(T < t) = 0.9986 Pr(|T| > |t|) = 0.0027 Pr(T > t) = 0.0014

Hình 6. Mục tiêu đầu tư



Bảng 10. Kết quả hồi quy tác động các yếu tố tâm lý lên mục tiêu đầu tư

```
Logistic regression                               Number of obs   =        251
                                                  LR chi2(4)      =      13.02
                                                  Prob > chi2     =     0.0112
Log likelihood = -165.02294                       Pseudo R2       =     0.0379
```

nganhan	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
exop	.2701124	.133546	2.02	0.043	.0083671	.5318577
overcon	-.0038268	.1312724	-0.03	0.977	-.261116	.2534624
risk	-.28083	.1336993	-2.10	0.036	-.5428758	-.0187841
herd	.282789	.1336422	2.12	0.034	.0208551	.5447229
_cons	.2949898	.1310739	2.25	0.024	.0380898	.5518899

> 3 là 0.0014, nhỏ hơn mức ý nghĩa α = 0.05.

3.4. Tác động của các yếu tố tâm lý lên mục tiêu đầu tư

Hình 6 cho thấy có 143 trong tổng số 251 người, tức 57% nhà đầu tư, lựa chọn mục tiêu đầu tư là tìm kiếm chênh lệch giá trong ngắn hạn.

Bảng 10 cho thấy khi hồi quy các yếu tố tâm lý với mục tiêu đầu tư, ngoại trừ biến overcon, các biến còn lại đều khác 0 có ý nghĩa thống kê với p-value của biến exop (0.043), biến risk (0.036) và biến herd (0.034) đều nhỏ hơn mức ý nghĩa α=0.05. Hệ số hồi quy của exop và herd lớn hơn 0 cho thấy, khi mức độ lạc quan thái quá và tâm lý bầy đàn gia tăng thì xác suất nhà đầu tư lựa chọn mục tiêu đầu tư tìm kiếm chênh lệch giá trong ngắn hạn gia tăng và ngược lại. Như vậy, khi mức độ lạc quan và tâm lý bầy đàn gia tăng, nhà đầu tư có xu hướng tin rằng họ có thể tìm kiếm lợi nhuận từ những chênh lệch giá ngắn hạn và tiến hành đầu tư để cụ thể hóa mục tiêu đó. Đối với biến risk thì hệ số hồi quy nhỏ hơn 0, điều này cho thấy khi sự e ngại rủi ro và thua lỗ của nhà đầu tư gia tăng thì xác suất lựa chọn mục tiêu đầu tư tìm kiếm chênh lệch giá trong ngắn hạn sẽ giảm xuống.

4. Kết luận

Nghiên cứu này đã tìm thấy bằng chứng về sự tồn tại của các yếu tố tâm lý (quá tự tin, quá lạc quan, tâm lý bầy đàn và thái độ đối với rủi ro) trong mẫu nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán VN, và ba trong số bốn yếu tố tâm lý này (quá lạc quan, tâm lý bầy đàn và thái độ đối với rủi ro) tác động có ý nghĩa thống kê lên mục tiêu đầu tư. Nhà đầu tư càng lạc quan và có tính bầy đàn, càng có xu hướng tìm kiếm chênh lệch giá trong ngắn hạn. Tuy nhiên, nếu sự e ngại thua lỗ và rủi ro gia tăng thì xác suất này sẽ giảm xuống. Chúng tôi cũng tìm thấy tâm lý quá tự tin ở nhà đầu tư nam thì mạnh hơn ở nhà đầu tư nữ, kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trên thị trường quốc tế trước đó như Pulford và Colman (1997), Barber và Odean (2001) hay Shih-Wei, Johnnie và Ming-Chien (2008).

Những yếu tố tâm lý quá tự tin, quá lạc quan, thái độ rủi ro và tâm lý bầy đàn có thể tồn tại một cách tự nhiên mà bản thân con người thường không nhận thấy, nhưng chúng tác động mạnh đến các chuỗi quyết định. Tuy vậy, những cái bẫy tâm lý này có thể được hạn chế thông qua việc công bố các kết quả nghiên cứu về các yếu tố tâm lý và hành vi của con người nói chung và nhà đầu tư nói riêng.

(Xem tiếp trang 15)